

## **EVA-МЕТРИКАТА В НОВИЯ ПРОЧИТ НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ**

*доц.д-р Виолета Касърова, Ралица Димитрова, Любен Сяров*  
*Нов български университет*

### ***Въведение***

Промените в съвременната бизнес среда внасят съществени корекции в корпоративното управление и особено в сферата на финансовите решения. Една от тях е промяна в изразните средства, с които се води диалога между реалния бизнес и капиталовия пазар. Доскоро в този диалог компаниите използват само коефициенти и показатели, изчислени на основата на счетоводния отчет и печалбата, поради което оставаха неразбрани, а инвеститорите – недостатъчно информирани. Причината е, че счетоводната информация не съдържа данни за равнището на риска, инвестиционните качества на парите, бъдещите парични потоци, от които се интересуват инвеститорите. Решаването на проблема стана възможно чрез реализиране на управленска концепция, известна в англоезичната литература под наименованието *Value Based Management (VBM)* – Управление, основано на стойността или Стойностен подход в управлението. Тя разглежда стойността на компанията като обобщаващ показател, в който се концентрират интересите на всички заинтересовани от развитието ѝ лица. Чрез стойността инвеститорите могат да определят цената на кои акции е завишена или занижена, кредиторите – да оценят обезпеченията по кредитите, които са отпуснали, а мениджърите – рентабилността на своите компании и корпоративни стратегии. Стойността се използва и при договаряне на схеми за възнаграждение на мениджъри и служители, при реализиране на бизнес комбинации и т.н.

Стойностният подход в управлението даде живот на цяла вселена от нетрадиционни измерители на стопанския успех (Myers, 1997), формиращи се на широка информационна основа - от счетоводния отчет до пазарната информация и плановете за развитието на компанията в бъдеще. Те очертават не само настоящата, но и бъдещата ефективност на компанията, при това постигната в условията на многовариантност на избора на инвеститора и активната позиция на мениджъра.

Целта на този доклад е да представи един от измерителите, с който стартира новият прочит на финансовия анализ - икономическата добавена стойност (EVA - *Economic Value Added*).

### ***Кратко историческо пътуване***

EVA е метрика, създадена от компанията Стърн Стюард в отговор на нарастващата комплексност на съвременната компания и агресивност на средата, в която тя работи. Тя е представяна като основна (и дори достатъчна) количествена мерна единица за пазарния успех на едно предприятие.

В основата на EVA е заложена *концепцията на икономическата печалба* – една от фундаменталните идеи на съвременните финанси – печалбата, оставаща в компанията след като всички заинтересовани страни са адекватно компенсирани за своите усилия (акционери, мениджъри, кредитори, персонал и т.н.). В литературата появата на този показател се свързва с икономическите изследвания на А.Маршал (Marshall A, 1890), предложил да се разделят разходите на счетоводни и икономически. Към счетоводните разходи той отнася традиционните разходи, фиксирани в счетоводния отчет на компанията, а към икономическите – тези за капитал. Маршал дефинира оставащата за собственика или мениджъра печалба като разлика между нетната печалба и разходите за лихви по инвестирания капитал с определена цена.

В същността, в простотата на своята базова форма, идеята за икономическата печалба съществува още от втората половина на 18ти век (Hamilton, 1777) и EVA представлява една от последните модификации на серия показатели, основани на икономическата печалба, наричани алтернативно „наднормена печалба” (Canning, 1929), „супер-приходи” (Edey, 1957), „остатъчни приходи” от компанията Джeneral Електрик през 50-те години на 20-ти век, „наднормени използвани приходи” (Edwards & Bell, 1961), „остатъчен доход” (Kay, 1976), „анормални доходи” (Peasnell, 1982; Ohlson, 1995), и т.н.

Икономическата печалба е толкова фундаментално различна от счетоводната, колкото се различават двата обуславящи ги аналитични модела (финансовия и счетоводния) (Касърова, Димитрова, 2008)<sup>1</sup>. Докато счетоводният модел дефинира печалбата като стойност, оставаща след покриването на разходите по дълговото финансиране, икономическата печалба включва и алтернативната цена на собствения капитал. Това реално я прави по-добра сравнителна метрика (Stewart, 1991), защото една компания създава икономическа добавена стойност, ако притежава конкурентно предимство и поради това реализира печалба над тази, генерирана от аналогични компании на пазара. В този смисъл, в терминологията на стандартната неокласическа икономика, икономическата печалба е проявление на временен дисбаланс, тъй като в един идеално функциониращ пазар, всяка фирма ще инвестира до момента, в който цената на капитала не балансира напълно приходите, генерирани от този капитал.

### **Какво е EVA - основни компоненти**

EVA се основава на икономическата печалба, но двете концепции не са еднакви (Fernandez, 2002), въпреки че има автори, като Коупланд et al. (Copeland, Koller, & Murrin, 2000), които ги разглеждат като синоними.

Формално, икономическата печалба се изчислява по формулата:

$$EP_t = NI_t - (k * IC_{t-1}) , \quad \text{където} \quad (1)$$

EP     икономическа печалба

NI     нетна печалба

k     цена на капитала (предполагаме константна във всеки период)

IC     инвестиран капитал

Има следователно два основни елемента на икономическата печалба - нетна печалба и капиталови разходи. Но тъй като EVA е оперативен индикатор, то той се нуждае от различен измерител на печалбата, който отчита приходите от оперативна дейност, но елиминира резултатите от финансова дейност. Подходящо средство е нетния оперативен приход след данъци (NOPAT), който представлява печалбата, която

<sup>1</sup> Въпреки че EVA всъщност обединява двата, нейните цели са тези на финансовия анализ

компанията би реализирала, ако е финансирана изцяло със собствен капитал (deleveraged).

На тази основа, в първата стъпка изчислението на EVA се представя като

$$EVA_t = NOPAT_t - (k * IC_{t-1}), \quad \text{където} \quad (2)$$

EVA икономическа добавена стойност

NOPAT нетен оперативен приход след данъци

От гледна точка на фирмената политика има няколко основни начина, по които всяка компания може да подобри своето представяне по този индикатор – чрез увеличаване на приходите, оптимизиране на разходите, намаление на цената на капитала, и намаление в количеството инвестиран капитал. Следователно има три типа промени, които могат да доведат до подобряване на EVA: 1) действия, предприети от мениджмънта за намаляване на разходите или увеличаване на приходите в следващи периоди, 2) промени в средата, в която работи компанията, в резултат на дейностите на конкурентите (например консолидация), или 3) промени в макроикономическата рамка (намаляване/увеличаване на данъците, условията на кредитиране, стабилност, рецесия или възход) (Martin, Petty, & Rich, 2003).

Всяка индивидуална интервенция би била само краткосрочно решение, ако не е резултат от успешна промяна на цялостната политика на предприятието, водеща до реализация на конкурентно предимство. Има обаче и действия, като например ограничаването на стратегическите инвестиции, които водят до положително изменение в настоящата EVA, но са със силно негативни последствия в бъдеще. Също така съществуват и чисто счетоводни интервенции, които нямат отношение към „истинската” EVA, но водят до подобрения в индикатора. Пример е намаляване на амортизацията и използване на различна от линейната амортизационна политика, което води до загуби в EVA в следващи периоди.

При декомпозицията на нетния оперативен приход след данъци е явно, че счетоводната политика (изразена в оперативните начисления) има пряко отношение към EVA.

$$NOPAT = EBIT_t (1-T), \quad \text{където} \quad (3)$$

NOPAT нетен оперативен приход след данъци

EBIT оперативна печалба преди лихви и данъци

T данъчна ставка

Или, чрез заместване с (3),

$$EVA_t = EBIT_t (1-T) - (k * IC_{t-1}) \quad (4)$$

Изчисляването на EVA може да се реализира и чрез използване на един нетрадиционен показател, представляващ разликата между доходността и цената на капитала, който я генерира. Тази разлика е известна под наименоването спред. При положителен спред ( $ROIC > k$ ) в компанията се създава икономическа добавена стойност; при отрицателен спред ( $ROIC < k$ ) - инвестициите са нецелесъобразни, тъй като не създават икономическа добавена стойност. В този случай (4) придобива вида:

$$EVA_t = NOPAT_t / IC_{t-1} - k * IC_{t-1} = (ROIC - k) * IC_{t-1} \quad (5),$$

който можем да разглеждаме като крайна формула на показателя EVA.

От разсъжденията до тук е ясно, че не е достатъчен фактът на получаване на печалба от оперативна дейност. От значение е обемът ѝ, който трябва да превишава капиталовите разходи. По този начин се компенсира рискът, съпровождащ стопанската дейност.

Основните компоненти във формула (5) се определят на основата на счетоводния баланс (IC) и отчета за приходите и разходите (EBIT и NOPAT). Счетоводна е природата и на ROIC и ROE, за разлика от  $\kappa$ , изчислявана на основата на финансова (пазарна) информация. Според редица автори (Fernandez, 2001; Martin, Petty, Rich, 2003) използването на показатели с различна информационна платформа при изчисляване на икономическата добавена стойност може само да задълбочи проблемите в корпоративното управление, оставяйки го в плен на счетоводните принципи и манипулации от страна на мениджмънта. Ето защо, за да може показателят да изпълнява ефективно своите функции, Стюард (Stewart, 1991) предлага значителен брой корекции ( $120 \div 150$ ) към счетоводните данни, формиращи както NOPAT, така и инвестирания капитал, които целят да приблизят тази информация максимално към базовите парични потоци. В счетоводните корекции се изразява и най-значимата разлика на EVA от икономическата печалба (Young, 1999). Нещо повече, те предопределят и специфичното място на показателя между двата аналитични модела – счетоводен и финансов (рис.1).

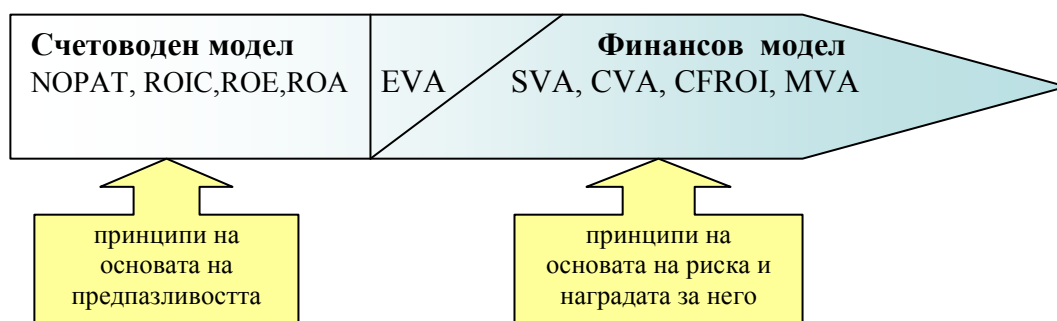


Рис.1. EVA като трансмисия между счетоводния и финансовия аналитични модели

### ***EVA и двата аналитични модела - счетоводен и финансов***

За да определим мястото на EVA в аналитичния блок на корпоративния мениджмънт ще използваме двете направления, по които компанията присъства на пазара. Първото е свързано с действията ѝ на пазар, на който осъществява производствената си дейност и се образуват парични ѝ потоци. Второто направление е финансовият пазар, на който компанията е обект на покупко-продажба и се извършва преразпределение на правата на собственост и контрол. Всяко от посочените направления има свой модел за анализ – респ. счетоводен и финансов, всеки от тях с определени принципи и показатели, характеризиращи дейността на компанията и постигнатите резултати.

*Счетоводният аналитичен модел* измерва ефективността на стопанската дейност чрез „финансовия резултат“, разглеждан като „последващ ефект“ от генериране на счетоводните данни. Той се изчислява в рамките на един отчетен период и е функция от цената и себестойността на продукцията. В качеството на финансов резултат в модела се използва най-често счетоводната печалба, като положителната ѝ стойност се гарантира само, ако доходите покриват фактическите разходи по осъществени операции. Счетоводната печалба, обаче, може да бъде различна в рамките на един период и на една компания. Тя е субективна цифра, зависима от избраните от мениджмънта методи за отразяване в счетоводните записи на приходите и разходите, на едни или други операции. Много компании умеят да манипулират своята печалба и това е известен факт.

Моделът разглежда ръста на счетоводната печалба като главна цел на развитието на компанията, но тази печалба не отразява потребностите на предприятието от инвестиции, доколкото е свързана с реализирани, а не с очаквани събития. В този смисъл моделът е статичен, ретроспективен. Той не дава отговор и на въпроса дали фактическата печалба компенсира инвестиционния риск, тъй като последният няма място в счетоводния отчет. С други думи, поради своята ограничена концепция счетоводният аналитичен модел не анализира възможните алтернативни действия на мениджърите и игнорира по същество вариантите за развитие на компанията.

Принципът „фактически осъществени операции и фактически разходи“ доминира при съставяне на финансовия отчет и в логиката на анализа му. Поради това той се концентрира върху балансиране на паричните потоци и контрола върху текущите операции. Неговата представа за успешен резултат от функционирането на компанията е покриване на всички фактически разходи с получената печалба, т.е. номиналният резултат.

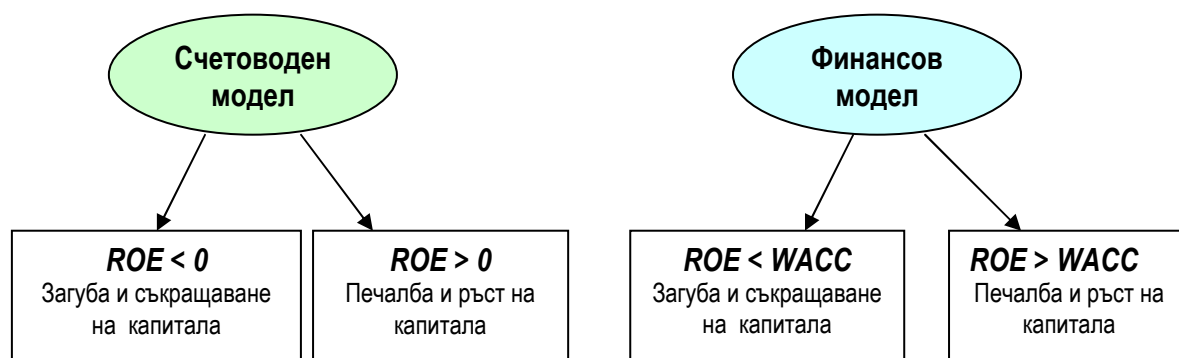
Ще отбележим още една особеност на счетоводния аналитичен модел – той отчита само това, което може количествено да се измери, т.е. материалните и осезаемите нематериални активи (търговски марки, патенти, франчайзнови споразумения, програмни продукти), отразени в отчетността. Извън обсега му остават неосезаемите нематериални активи, които нарастват количествено и качествено през последните години и карат все повече инвеститори да се съмняват в достоверността на финансовия отчет, а теоретици и практики (Eccles, DiPiazza, 2002) - да апелират за революционното му преобразуване.

Следователно, традиционните форми на финансова отчетност, формиращи информационната основа на счетоводния аналитичен модел, дори и да са съставени верно, фактически не отразяват реалното финансово състояние в компанията поради особености в концепцията на изграждането им.

Корпоративната отчетност трябва да има друг фокус, други измерители на финансовото състояние, които положително се оценяват от инвеститори и независими анализатори, за да се определи финансовата доходност на бизнеса и диалогът между бизнеса и капиталовия пазар да бъде ефективен. Такива възможности създава *финансовият аналитичен модел*. Основните му характеристики са свързани с насоченост на анализа към интересите на собствениците на капитал (финансови и нефинансови инвеститори), които като правило са дългосрочни, към инвестиционния риск и инвестиционните качества на парите, към дългосрочното и сценарийното развитие на компанията в перспектива.

Моделът преодоляват ограниченията на действащите счетоводни стандарти и отразява икономическата същност на активите и резултатите на предприятието. Той елиминира обективните ограничения, свързани с историческата цена на активите, линейната амортизация, методите за оценка на материалните запаси; създава възможности за отчитане на риска, инфлацията и алтернативните разходи на инвеститора; отразява инвестициите в създаването на информационен, човешки и организационен капитал, както и в научни изследвания и разработки.

*Рис № 2 Счетоводен и финансов модел за управление на компанията*



EVA е показателят, който осъществява прехода от счетоводния към финансовия аналитичен модел чрез серия корекции в счетоводните данни. Тази специфична роля на свързващо звено формира, както предимствата, така и недостатъците на показателя EVA, които ще отбележим в по-нататъшното ни изследване.

Стюард дефинира счетоводните корекции като процес, който цели да ‘симулира’ парични потоци от счетоводни данни. Неговата дискусия е базирана на американските счетоводни стандарти (US GAAP). Имайки предвид тенденцията на стандартизиране на счетоводните практики с ускоряващата се интернационализация на корпоративната дейност и прогресивната интеграция на международните счетоводни стандарти (IFRS) и US GAAP, смятаме, че дискусията на специфичните разлики между двата стандарта не носи значимо подобрение за стойността на нашето проучване.

Стюард описва между 120 и 150 ‘типични’ корекции към счетоводните данни, които могат да бъдат групирани като (Young, 1999):

- Корекции, които целят да приблизят променливите, свързани с EVA към паричния поток и да намалят ефекта на начисленията върху EVA;
- Корекции, които премахват консерватизма при осчетоводяването на нематериални активи (които, за разлика от материалните, не се капитализират);
- Корекции, които премахват амортизацията (и отписването) на goodwill;
- Корекции, които премахват действието на счетоводството на ‘успешните усилия’ (successful efforts accounting);
- Корекции, които вземат предвид извънбалансовите източници на дългово финансиране;
- Корекции, които премахват влиянието на амортизационната политика.

От гледна точка на приложението на показателя, Стюард твърди, че малко компании имат нужда от всички корекции, за да достигнат задоволителна точност. Според него, корекции трябва да бъдат правени, само ако 1) промяната в показателя е значима, 2) специфичната корекция се прави върху показател, който може да бъде контролиран от мениджмънта, и 3) където компанията има достатъчно и лесно достъпна информация. Това явно са ‘критерии на удобството’, които имат потенциала да намалят значително ако не точността, то валидността на EVA като показател. В допълнение, субективният критерий на ‘значимост’ означава, че някои корекции няма да бъдат правени в два последователни периода, което намалява времевата сравнимост на показателя и точността на  $\Delta EVA$ . Ако, от друга страна, компанията (или оценителят) приеме стандартна методология за изчисляване на EVA, тя ще бъде водена от ‘значимостта’ на показателите във всеки един период. Вторият критерий води до проблеми, имайки предвид чувствителността на показателя към макроикономически

промени, напр. инфлацията (De Villiers, 1997). Що се отнася до последния критерий, достъпността до информация няма друг смисъл, освен чисто практически.

Като резултат, при реалните оценки на компаниите, обикновено не се правят повече от 15 корекции, като общата тенденция е спад дори в този брой, поради неохотата, с която мениджърите се отклоняват от счетоводните данни (Young, 1999). Макар много и разнообразни, корекциите винаги са водени от обща цел – да приблизят счетоводните до финансовите данни и да позволят формирането на индикатор, който е освободен от ефектите на спецификата на първите.

### **Алгоритъм за изчисляване на EVA**

Въвеждането на показателя EVA в анализа и оценката на ефективността на стопанската дейност у нас предполага разработване на конкретен алгоритъм за изчисляването му, съобразен със стандартната финансова отчетност в българските предприятия и с факта, че фирменото управление у нас все още не е изградено на принципа „създаване на стойност” (Value Based Management), въпреки започналия процес на присъединяване на българската икономика към глобалния капиталов пазар.

В следващото изложение ще представим алгоритъм за изчисляване на EVA, който да подпомогне мениджъри и акционери при използване на показателя за целите на анализа и оценката на ефективността. При съставянето му сме изхождали от разбирането, че:

- ◆ подходът трябва да бъде еднакво удобен и разбираем за всички заинтересовани лица, които имат различен достъп до данните на предприятието;
- ◆ корекциите в счетоводните данни трябва да се осъществяват предпазливо и да са свързани само с фактори, различни от счетоводните.

Използването на показателя EVA налага счетоводните данни да бъдат коригирани (adjusting), за да се изведат от тях компонентите на разчетната формула. Обект на изчисление чрез преобразуване на финансовия отчет са два показателя – *инвестиран капитал (Ic)* и *нетна оперативна печалба след данъци (NOPAT)*. Те трябва да се калкулират по начин, характеризиращ икономическата, а не счетоводната, природа на стопанската дейност. Основното при това е да се определят инвестициите в основна дейност и печалбата, която те създават.

### **ИНВЕСТИРАН КАПИТАЛ (Ic)**

Вложеният в предприятието капитал в основна (оперативна) дейност е отправна точка за калкулиране на инвестирания капитал (Ic), което може да се извърши по два начина. Първият начин е чрез балансовата стойност на оперативни активи, които генерират приходи в предприятието. Това е т.нар. оперативен подход или подход на активите, който взема предвид функцията на капитала в стопанската дейност. В този случай инвестираният капитал представлява сумата от *нетекущите оперативни активи по балансова стойност и нетния оборотен капитал*.

Към нетекущите оперативни активи се отнасят:

- ◆ дълготрайните материални активи (имоти, машини, съоръжения и оборудване);

- ◆ дълготрайните нематериални активи (програмни продукти, права върху интелектуална собственост, права върху индустриална собственост, продукти от развойна дейност и др. ).
- ◆ репутацията като стратегически актив.

Най-съществени преобразования на счетоводните данни при този подход се извършват при изчисляване на нетния оборотен капитал, който по дефиниция представлява разликата между краткотрайните активи и краткосрочните пасиви на предприятието. В случая:

1. Краткотрайните активи се намаляват с паричните средства и еквиваленти, които се разглеждат като ресурс за незабавно погасяване на текущи лихвени задължения към кредитори или акционери.
2. Краткосрочните пасиви се намаляват с краткосрочните лихвени задължения (задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции; текуща част от нетекущите задължения, задължения по краткосрочен финансов лизинг), които са форма на краткосрочен лихвен дълг. Полученият остатък е безлихвен дълг и според някои автори (Ван Хорн, 2004, Теплова, 2004) компаниите често го използват за спонтанно финансиране на дейността (спонтанен капитал).

При втория подход, известен като функционален, инвестираният капитал се изчислява чрез пасива на баланса и представлява сума от собствения капитал, малцинствения интерес, отсрочените данъци, лихвения дълг (дългосрочен и краткосрочен) и репутацията на предприятието. В него не се включват безлихвените текущи задълженията на предприятието към свързани предприятия, персонал, осигурителни предприятия, доставчици и др.п.

#### **НЕТНА ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА СЛЕД ДАНЪЦИ (NOPAT)**

Докато инвестираният капитал се изчислява чрез преобразуване на баланса, то чрез преобразуване на отчета за доходите се изчислява другия компонент във формулата на EVA – нетната печалба от основна дейност след данъци (NOPAT).

Калкулацията на NOPAT започва с изчисляване на оперативната печалба преди лихвите по кредитите и корпоративните данъци (Earnings Before Interest and Tax, EBIT), която предприятието реализира от оперативната си дейност. Този показател изключва данъчното бреме и начините на финансиране на оперативната дейност, поради което оценката на ефективността от стопанската дейност чрез него дава много по-стабилни резултати, отколкото при използване на чистата печалба. Освен това, чрез показателя EBIT се оценяват средствата, на които реално могат да разчитат кредиторите на предприятието. В предлагания алгоритъм EBIT е разликата между нетните приходи от продажби и разходите по икономически елементи, вкл. и сумите с корективен характер. След приспадане на корпоративния данък (Tax/T) се определя нетната оперативна печалба след данъци (NOPAT) – формула (5).

#### **ЦЕНА НА ИНВЕСТИРАНИЯ КАПИТАЛ (к)**

Цената на инвестирания капитал (**к**) зависи от структурата на капитала и цената на източниците на финансиране на капиталовите разходи в предприятието. Правило в корпоративните финанси е, че оптималната капиталова структура минимизира цената на капитала. За определяне на **к** се прилага формулата:



$$к = \text{Отн. дял СК} \times \text{Цена СК} + \text{Отн. дял дълг} \times \text{Цена дълг} (1-T) \quad (6)$$

Предложеният алгоритъм за калкулиране на EVA е апробиран върху 78 български компании, като за целта е разработен екселски модел. Целта на емпиричния тест е да отговори на въпроса създават ли българските компании добавена стойност. В следващото изложение ще бъде представена една примерна калкулация на EVA върху «Албена»АД за периода 2003-2006 г.

#### ПРИМЕР НА ПРИЛАГАНЕ НА АЛГОРИТЪМА В „АЛБЕНА” АД

Данните за инвестиция капитал на Албена АД са представени в следващата таблица.

Таблица № 1 Калкулиране на IC на Албена АД за периода 2003-2006 г. (хил.лв)

№	Показатели	2006	2005	2004	2003
1	<b>Собствен капитал</b>	260 272	235 481	220 128	202 392
2	<b>Нетекущ лихвен дълг, в т.ч.</b>	75 868	40 474	25 340	26 022
3	Задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	75 868	40 474	25 340	25 452
4	Задължения по ЗУНК	0	0	0	570
5	Задължения по облигационни заеми	0	0	0	0
6	<b>Текущ лихвен дълг, в т.ч.:</b>	21 981	12 901	19 993	17 740
7	Задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	9 302	6 507	11 612	9 685
8	Текуща част от нетекущите задължения	12 679	6 394	8 381	8 055
9	Репутация	0	0	0	0
9	<b>Общо инвестиран капитал</b>	<b>358 121</b>	<b>288 856</b>	<b>265 461</b>	<b>246 154</b>
10	<b>Коефициент "ДЪЛГ/СОБСТЕН КАПИТАЛ"</b>	<b>0,38</b>	<b>0,23</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>
11	<b>Рентабилност на инвестиция капитал (ROIC)</b>	<b>4,24%</b>	<b>6,14%</b>	<b>5,87%</b>	<b>6,25%</b>

Данните показват 45 % ръст на инвестиция капитал в компанията капитал, който е реализиран за сметка на увеличение на дълговия ресурс от 43726 хил.лв през 2003 г. до 97849 хил. лв. през 2006 г. Албена АД постепенно увеличава коефициента си Дълг/Собствен капитал от 0,22 в началото на анализиция период до 0,38 през 2006 г. като по този начин се възползва от предимствата, които дава дълговото финансиране.

През анализиция период стойностите на NOPAT с дадени в следващата таблица.

Таблица №2 Калкулиране на NOPAT на Албена АД за периода 2003-2006 г. (хил.лв)

№	Показател	2006	2005	2004	2003
1	Нетни приходи от продажби (НПП)	88 956	83 799	75 789	74 786
2	Разходи по икономически елементи, вкл.суми с корективен характер	71 091	62 931	56 446	54 661
3	Доход преди лихви и данъци (EBIT)	17 865	20 868	19 343	20 125
4	Данъчна ставка (%)	15,00%	15,00%	19,50%	23,50%
5	Разходи за данъци	2 679,75	3 130,20	3 771,89	4 729,38

6	<b>Нетна оперативна печалба след данъци (NOPAT)</b>	<b>15 185,25</b>	<b>17 737,80</b>	<b>15 571,12</b>	<b>15 395,63</b>
---	---	------------------	------------------	------------------	------------------

По отношение на темпът на ръст на приходите (18,9 % за периода) забелязваме че той изостава спрямо темпът на ръст на разходите от дейността (30,05%). Това поражда въпроси относно необходимостта от оптимизиране на структурата на разходите, реорганизиране на дейността и обръщане на тази неблагоприятна тенденция. Стойностите на нетната оперативна печалба за периода се запазват на относително постоянни нива.

Данните за среднопретеглената цена на капитала за периода са представени в таблица № 3.

Таблица № 3 Калкулиране на  $k$  на Албена АД за периода 2003-2006 г.

№	Показатели	2006	2005	2004	2003
1	Инвестиран капитал (Ic), в т.ч.:	358 121	288 856	265 461	246 154
	<b>собствен капитал</b>	260 272	235 481	220 128	202 392
	<b>нетекущ лихвен дълг</b>	75 868	40 474	25 340	26 022
	<b>текущ лихвен дълг</b>	21 981	12 901	19 993	17 740
2	Структура на капитала	100%	100%	100%	100%
	<b>собствен капитал</b>	72,68%	81,52%	82,92%	82,22%
	<b>нетекущ лихвен дълг</b>	21,19%	14,01%	9,55%	10,57%
	<b>текущ лихвен дълг</b>	6,14%	4,47%	7,53%	7,21%
3	Цена на собствения капитал	12,96%	12,76%	13,37%	14,88%
4	Цена на нетекущия дълг	9,40%	9,75%	12,17%	12,86%
5	Цена на текущия дълг	8,62%	8,82%	9,34%	10,23%
6	Данъчна ставка (Т)	15%	15%	19,50%	23,50%
7	<b>WACC</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,90%</b>	<b>12,59%</b>	<b>13,84%</b>
8	<b>СПРЕД (ROIC-WACC)</b>	<b>-7,32%</b>	<b>-5,76%</b>	<b>-6,72%</b>	<b>-7,59%</b>

В резултат от намаления размер на страновата премия за България (от 4,50 % през 2003 г. до 3,38% в 2006 г.<sup>2</sup>) и данъчната ставка се наблюдава постепенно понижаване на среднопретеглената цена на капитала с 2,28 % за периода. Ключов въпрос за създаването на акционерно богатство е наличието на положителен спред на доходността. При Албена АД високите стойности на WACC и ниската възвращаемост на капитала (4,25-6.25%) формират отрицателни величини на спреда за целия анализиран период. Частично подобрение се забелязва през 2004 г. и 2005 г., но като цяло тенденцията е към влошаване на разрыва. В тази връзка, компанията бележи ръст на разрушената стойност от 1.4 пъти през разглеждания период (от -18 674 хил.лв през 2003 г. до -26205 хил.лв. през 2006 г.). (таблица № 4)

Таблица № 4 Калкулиране на EVA на Албена АД за периода 2003-2006 г. (хил.лв)

№	Показател	2006	2005	2004	2003
<b>Вариант по формула EVA = NOPAT - WACC*IC</b>					
1	NOPAT	15 185,25	17 737,80	15 571,12	15 395,63
2	IC	358 121	288 856	265 461	246 154

<sup>2</sup> Damodaran, A. - Country Default Spreads and Risk Premiums  
<http://faculty.insead.edu/peyer/FFE/Bond%20ratings%20and%20default%20spreads%20for%20different%20countries.doc>

3	WACC	11,56%	11,90%	12,59%	13,84%
4	EVA	-26 205,60	-16 631,11	-17 848,79	-18 673,89

Доколкото цената на капитала се определя от макросредата и рисковия профил на отрасъла, които не зависят от действията на мениджъра, усилията на компанията трябва да се съсредоточат върху модернизация и реконструкцията на наличната база и инфраструктура, оптимизиране на финансовия левъридж, чрез преразпределяне на относителните тегла на източниците на финансиране. Главният проблем при Албена АД е ниската възвращаемост на инвестицията, която не може да покрие алтернативната цена на капитала. Това е основния двигател на разрушената икономическа добавена стойност на бизнеса.

В условията на бързо развитие на технологиите, глобализация на пазарите и изострена конкурентна борба стойностният подход е последното достижение в областта на корпоративното управление и най-съвременният инструмент на финансовия мениджър, който позволява ефективно да се планира, контролира и направлява дейността на организацията по пътя на достигане на желаните икономически цели. Независимо че съществува вече повече от десет години, в България стойностния подход е малко познат, като компаниите все още се придържат към счетоводния модел за управление целящ максимизиране на счетоводната печалба. Приложението му в българските компании е оправдано тъй като ще повиши прозрачността и гъвкавостта на корпоративното управление, като приравни интересите на топ мениджърите към тези на акционерите и ще подобри използването на активите, като доведе до по-щателно планиране на инвестициите и ориентация към дългосрочна, а не краткосрочна изгода.

## ПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании. Российский журнал менеджмента. Том 3. № 2, 2005, с.7
- Ван Хорн Д.К., Вахович мл.Д.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. М., 2006, с.401;
- Касърова, В. (2008) , Управление на стойността - нова управленска концепция, Сб. Финансови иновации, Нов български университет, с.29-31
- В.Касърова, Р.Димитрова.(2008) Икономическата добавена стойност – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации, Нов български университет. с.89-114
- Теплова Т.В. Современные модификации стоимостной модели управления компанией; Вестник МГУ. 2004, № 1, с.7 <http://hse.wvu.ru/images/cmanager/63/4/documents/smsmuk.pdf>
- Santanu, R., Arup, C. - "In Search of Measuring Corporate Success: EVA \*as a Choice, Not a Panacea",ICFAI Business School – Kolkata, Working Paper, January 2005, p. 1
- Velez-Pareja, I. - "Value Creation and its Measurement: A Critical Look at EVA" , Working Paper No. 3, Social science research network, August 2001, p. 21
- Rappaport A. Corporate performance standards and shareholder value, Jurnal of Busines Strategy. 1986; P.Fernandez. EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation. 2001;
- Martin J.D., Petty J.W, Rich S.P. An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income. Hankamer School of Business, Baylor University, Waco, TX 76798-8004. 2003
- Mäkeläinen, E. – „Economic Value Added as a management tool”, Helsinki School of Economics, Finland, 1998, <http://www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>
- Robert G. Eccles, Samuel A. DiPiazza Jr. The future of Corporate Reporting: Buiding public trust. John Wiley & Sons, 2002;
- Robert G. Eccles, Robert H. Herz, E. Mary Keegan, David M. H. Phillips. The ValueReporting™ Revolution: Moving Beyond the Earnings Game. John Wiley & Sons, 2001.